أثر العرض النقدي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر

دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL للفترة (2000-2020)

The impact of Money supply on The General index of the Qatar Stock Exchange An empirical study using ARDL model for the period (2000-2020)

ط. د. بلفاطمي رمزي [1] / مخبر تمويل التنمية في الاقتصاد الجزائري، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس (الجزائر)
r.belfatmi@univ-boumerdes.dz
د. علواش وردة / مخبر تمويل التنمية في الاقتصاد الجزائري، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس (الجزائر)
o.alouache@univ-boumerdes.dz

تاريخ الاستلام: 2023/02/03 تاريخ القبول: 2023/05/30 تاريخ النشر: 2023/06/09

ملخص:

قمنا في هذه الورقة البحثية باستعراض نموذج قياسي لدراسة أثر العرض النقدي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة 2000-2020، ولتحقيق هذا الهدف استخدمنا نموذج (ARDL) بالاستعانة ببرنامج Eviews12 من خلال اختبار التكامل المشترك، فأظهرت نتائج اختبار الحدود وجود علاقة تكامل مشترك بين العرض النقدي بمعناه الضيق والواسع والمؤشر العام لأسعار الأسهم في البورصة، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة معنوية للعرض النقدي بمفهومه الواسع على المؤشر العام لبورصة قطر في المدى الطويل والقصير، ووجود علاقة ايجابية غير معنوية للعرض النقدي بمفهومه الضيق على المؤشر العام لبورصة قطر في المدى الطويل وايجابية معنوية في المدى القصير.

الكلمات المفتاحية: العرض النقدي، المؤشر العام لأسعار الأسهم، نموذج (ARDL)، بورصة قطر.
تصنيف JEL: E51؛ G15؛ C22.

Abstract:

In this paper, we reviewed an empirical model to study the impact of money supply on the general index of stock prices on the Qatar Stock Exchange during the period 2000-2020. To achieve this goal, we employed the ARDL model using the Eviews12 program through a joint integration test, the results of the boundary test showed a common integration relationship between the money supply in a narrow and broad sense and the general index of stock prices on the stock exchange, and the study also found a significant negative relationship of the money supply in its broad concept on the general index of the Qatar Stock Exchange in the long term in the short term, and the existence of a positive non-significant relationship of the money supply with its narrow concept on the general index of the Qatar Stock Exchange in the long term And positive morale in the short term.

Keywords: *Money supply; The General index of the Qatar Stock Exchange; ARDL model; Qatar Stock Exchange.*
Jel Classification Codes : *E51 ; G15 ; C22.*

[1] المؤلف المرسل: بلفاطمي رمزي، الإيميل: r.belfatmi@univ-boumerdes.dz

I - تمهيد :

تعتبر الأسواق المالية ذات أهمية كبرى للاقتصاد باعتبارها المصدر الأول للأموال التي تتلقاها الشركات في تشكيل رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة، وتوفير السيولة اللازمة لتمويل تلك الاستثمارات عبر عمليات إعادة التداول للأسهم المصدرة، الأمر الذي يسهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي ودفع عجلة التنمية الاقتصادية .

يعد العرض النقدي أحد أهم المعايير الأساسية في الاقتصاد التي لاقت اهتماما واسعا من قبل المحللين الاقتصاديين وذلك لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، وبما أن نشاط البورصة جزء مهم من النشاط الاقتصادي فإن أي تغير في عرض النقد سيكون له تأثير على المؤشر العام لأسعار الأسهم بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، لذلك فمحاولة فهم العلاقة يعتبر قضية مهمة يتصدى لها البحث العلمي لغرض التوصل إلى النماذج الواقعية التي تحكم تأثيرات الأداء الاقتصادي العام ووضعية السوق المالي، على اعتبار أن دراسة وتحليل آلية التأثير بين العرض النقدي والمؤشر العام لأسعار الأسهم تساهم في وضع السياسات الاقتصادية الملائمة للمحافظة على الاستقرار في السوق المالي والاقتصاد الوطني.

I.1- إشكالية البحث :

ومن هنا وبناء على ما تم استعراضه تتبلور إشكالية البحث التي يمكن صياغتها في التساؤل التالي:

ما مدى تأثير العرض النقدي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة من 2000-2020؟

تقودنا هذه الإشكالية إلى طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما طبيعة العلاقة الموجودة بين العرض النقدي بمعناه الضيق والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر؟
- ما طبيعة العلاقة الموجودة بين العرض النقدي بمعناه الواسع والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر؟

I.2 - فرضيات البحث :

للإجابة على إشكالية البحث يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- هناك علاقة عكسية بين العرض النقدي بمعناه الضيق والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر خلال فترة الدراسة.
- هناك علاقة عكسية بين العرض النقدي بمعناه الضيق والمؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر خلال فترة الدراسة.

I.3. - أهداف البحث:

يسعى البحث لتحقيق الأهداف التالية:

- إبراز الأثر الذي يمارسه العرض النقدي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر باستخدام الأساليب القياسية.
- تقدير معادلة العرض النقدي وأثره على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة (ARDL) للفترة 2000-2020.

- معرفة مدى استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر للتغيرات في العرض النقدي، والخروج بتوصيات تساعد المستثمرين، أصحاب القرار والمهتمين بالأسواق المالية للوقوف على أهم العوامل المؤثرة في هذه الأسواق.

4.I - أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في أنه يعد من بين أبرز البحوث المتجددة والتي تحتاج للبحث والتقييم الدائم، والدراسة مهمة بشكل خاص لأن دولة قطر تتجه بقوة نحو تفعيل دور سوق الأسهم في تنويع النشاط الاقتصادي، ومواكبة استراتيجيتها وخطتها في إطار تطلعات الدولة لسنة 2030.

5.I - الدراسات السابقة:

- دراسة (بودريوة و سعيج، 2019)، تحت عنوان "**أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية**"، حيث عالجت الدراسة إشكالية حول مدى تأثير كل من العرض النقدي بمفهومه الواسع، معدل الفائدة وسعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية. وقد توصل الباحثان إلى عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة بسبب طبيعة الاقتصاد المغربي النامي الذي تنعدم فيه أوجه التكامل والتنسيق بين الجهاز المصرفي وبورصة الدار البيضاء المغربية في تمويل النشاطات الاقتصادية، ووجود تأثير سلبي معنوي لمعدلات الفائدة على مؤشر مازي في المدى القصير.
- دراسة (عديلة، 2014)، تحت عنوان "**تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي**"، حيث عالجت الدراسة إشكالية حول تبيان العلاقة بين أسعار النفط، عرض النقود، التضخم وأسعار الأسهم في السوق المالي لدبي باستخدام أسلوب التكامل المشترك ونموذج تصحيح الأخطاء، وتوصلت إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، وعلاقة عكسية بين أسعار النفط وأسعار الأسهم، ووجود علاقة عكسية أيضا بين التضخم وأسعار الأسهم بصفة مبدئية وفقا لفرضية فاما، إضافة إلى أن هناك علاقة طردية بين عرض النقود وأسعار الأسهم.
- دراسة (الأمين، 2015)، تحت عنوان "**العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية – دراسة تطبيقية على بورصة الخرطوم للأوراق المالية-**"، حيث تبحث عن العلاقة السببية بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية الممثلة في عرض النقود، والتضخم، وهوامش الأرباح للمرابحات، وأسعار الصرف في بورصة الخرطوم باستخدام اختبار السببية والتكامل المشترك، حيث أشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين أسعار الأسهم والمتغيرات النقدية والاقتصادية الكلية المدروسة باستثناء التضخم نظرا لعدم وجود أدلة، كما توصلت هذه الدراسة أيضا إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من مؤشر أسعار الأسهم إلى عرض النقود بالمفهوم الواسع، ومعدلات التضخم، وسعر الصرف بإبطاء زمني قدره 36شهرا، ووجود علاقة سببية أحادية الاتجاه كذلك من هوامش أرباح المرابحات إلى مؤشر أسعار الأسهم بإبطاء زمني قدره 36شهرا.

II - التأصيل النظري للعرض النقدي والمؤشر العام لأسعار الأسهم.

في هذا المحور سيتم التطرق إلى المفاهيم المختلفة لكل من العرض النقدي والمؤشر العام لأسعار الأسهم.

II- 1- الإطار النظري للعرض النقدي :

يعد العرض النقدي عاملا في غاية الأهمية في الاقتصاديات الحديثة، وذلك لانعكاساته الإيجابية على الكثير من المؤشرات الاقتصادية المختلفة، فهو من الأدوات الرئيسية التي تستخدمها الدولة في توجيه سياستها نحو الاستقرار الداخلي والخارجي للاقتصاد.

II- 1- 1- مفهوم العرض النقدي :

يستخدم الاقتصاديون عدة تعاريف لعرض النقد (السيولة المحلية) اعتمادا على طبيعة الودائع البنكية المشمولة في عرض النقد. وهناك ثلاثة تعاريف لعرض النقد أحدهما تعريف ضيق ويرمز له بالرمز (M1) وآخر تعريف موسع ويرمز له بالرمز(M2)، وتعريف أوسع يرمز له بـ (M3).

II- 1- 1- 1- المفهوم الضيق لعرض النقد (M1) :

يمثل المفهوم الضيق لعرض النقود الوسائل النقدية التي تؤثر تأثيرا مباشرا على النشاط الاقتصادي في المجامع، ويشمل هذا المكون النقد المتداول "العملة الورقية" المتداولة في أيدي الأفراد، وكذلك العملة المساعدة والودائع تحت الطلب بالدينار. ويطلق على هذه الأنواع من النقود لفظ وسائل الدفع الجارية أو عرض النقد الضيق، ويرمز له بالرمز(M1). (بودريوة، 2021، صفحة 94)

II- 1- 1- 2- المفهوم الواسع لعرض النقد (M2) :

يعرف بالسيولة المحلية الخاصة، أو مجموع وسائل الاحتفاظ المؤقت للقوة الشرائية، ويتكون من المجمع (M1) مضاف إليه الودائع لأجل بمختلف أنواعها (الودائع ذات أجل استحقاق محدد، الودائع بإشعار، الودائع المخصصة، سندات الصندوق، الودائع الدفترية...). أي العناصر التي يمكن تحويلها إلى نقود أو إلى حسابات جارية بدون أو بأقل حد ممكن من الخسارة، وأن هذه الودائع التي تسجل في الطرف المدين من ميزانيات البنوك هي تلك الأموال التي يودعها الزبون في البنك مع امتناعه عن طلبها قبل انقضاء أجل معين، وبالتالي فإن المجمع M2 يكون أحسن مجمع نقدي لكونه يؤثر على الاقتصاد والتضخم، كذلك يضبط العلاقة الإحلالية المباشرة بين النقد من جهة، وبين السلع والخدمات من جهة أخرى، فهذا المجمع يمثل أوسع مجمع نقدي يمكن للسلطة النقدية أن تراقبه وتتحكم فيه، لأن هذا المجمع يوجد لدى الجهاز المصرفي الذي تراقبه السلطة النقدية بشكل وثيق. (إكن، 2011، صفحة 82)

II- 1- 1- 3- المفهوم الأوسع لعرض النقد (M3) :

هو مفهوم أكثر اتساعا، حيث يتكون بالإضافة إلى مكونات المفهوم الواسع (M2) على الودائع لدى صناديق الادخار والتوفير وسندات الخزينة.

يشير العرض النقدي إلى وسائل الدفع المتداولة في الاقتصاد، وفي إطار هذا المفهوم تعدد مفاهيم العرض النقدي بحسب ما يحتوي عليه كل من المفهوم الواسع والمفهوم الأوسع للعرض النقدي، إلى جانب النقد المتداول والعملة المساعدة مثل الودائع تحت الطلب، الودائع الادخارية، البطاقات الائتمانية، ...إلخ، بتعبير أخر يشمل العرض النقدي كل وسيلة دفع يمكن أن تحل محل النقود بمفهومها الضيق وتلعب دورها. (بودريوة، 2021، صفحة 95)

II- 1- 2- محددات عرض النقود :

يتحدد العرض النقدي في الاقتصاد من خلال: (بخيت، 2019، صفحة 220)

- **البنك المركزي:** حيث يعتبر سلطة نقدية يعمل على التأثير على كمية النقود في الاقتصاد وذلك من خلال:
  - الحد من قدرة البنوك التجارية على إقراض الأموال.
  - تأثير النقود المصدرة على القاعدة النقدية ومن ثم على حجم النقود الموجودة في الاقتصاد.
  - مدى انتشار الثقافة الادخارية والمصرفية بين الأفراد.
- **البنوك التجارية:** تؤثر من خلال سياستها الائتمانية التي تتأثر بمجموعة من العوامل كحجم الاحتياطات القانونية والتوقعات المستقبلية، وما يجب التنويه إليه هو أن استخدام البنك المركزي سياسة الاحتياطي الإلزامي تؤثر على حجم النقود من خلال المضاعف النقدي. والذي يشير إلى أن كل وحدة نقد يتم إيداعها تؤدي إلى زيادة عرض النقود بمقدار قيمة المضاعف البسيط والعكس صحيح إذ أن كل وحدة نقد يتم سحبها بواسطة الأفراد في المجتمع تعمل على تخفيض عرض النقود بمقدار قيمة المضاعف.

II- 1- 3- العوامل المؤثرة في عرض النقود :

يتأثر العرض النقدي بعدة عوامل اقتصادية أهمها: (بن البار و سنوسي، 2016، صفحة 306)

- **السياسات المالية والنقدية:** حيث تستطيع الدولة التأثير على حجم وعرض النقود من خلالها، ففي حالة تخفيض عرض النقود مثلا يقوم البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي القانوني أو رفع سعر الخصم أو دخول السوق المفتوحة في شكل بائع للسندات الحكومية عند استعمالها للسياسة النقدية. أما إذا أرادت الدولة زيادة عرض النقود وباستعمال السياسة المالية فإنها تعمل على تخفيض الضرائب أو زيادة الإنفاق الحكومي أو الاثنين معا أو لجوئها إلى الاقتراض من المصالح والجهات العامة في الدولة.
- **تطور النظام المالي:** كلما تطورت الأنظمة المالية أدت إلى تشكيل أنواع جديدة من الأصول المالية كأشباه النقود، وكذلك إلى دخول رؤوس أموال جديدة وأجنبية في الاستثمار.
- **التوسع الاقتصادي:** يمكن للدولة في ظل التوسع الاقتصادي أن تزيد كمية النقود إلا أنها تلتزم بمعايير صارمة للمحافظة على التوازن في الاقتصاد ولذلك يجب عليها أن تلائم عرض النقود مع كمية السلع والخدمات المنتجة لديها.

II- 1- 4- النظريات النقدية :

منذ القدم والاهتمام منصب على موضوع النقود من طرف المفكرين الاقتصاديين، فحاولوا إعطاء تفسير منطقي لسلوك النقود والتعرف على العوامل التي تتأثر بها والمؤثرة فيها، ومن ذلك تولدت نظريات سميت بالنظريات النقدية.

II- 1- 4-1- النظرية الكمية للنقود : حسب هذه النظرية تتحدد قيمة النقود من خلال المستوى الذي يتساوى فيه العرض مع الطلب مع الأخذ بعين الاعتبار جميع الظروف المتصلة بها سوية، ظلت هذه الفكرة سائدة إلى غاية أزرمة الكساد 1929 على اعتبار قيمة النقود مثل غيرها من القيم الاقتصادية التي تخضع لقوانين العرض والطلب، أي أن : عرض النقود خلال فترة زمنية معينة = كمية النقود x سرعة تداولها.

و قد تطورت هذه الاتجاهات الكمية في قيمة النقود من خلال إرفينغ فيشر الذي أعطى لتلك النظرية صيغتها الحديثة أكثر اكتمالا من خلال إدخاله النقود المصرفية وسرعة دورانها في معادلته المشهورة بمعادلة

المبادلة والتي تطورت فيما بعد من خلال إدخال بعض التعديلات عليها على يد ألفريد مارشال إلى معادلة الأرصدة النقدية الحاضرة. (إكن، 2011، صفحة 15)

- **معادلة التبادل لفيشر:** فمعادلة فيشر تجسد المبادلات الاقتصادية من خلال العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار وذلك بالجمع بين مختلف المتغيرات التي لها علاقة في تحديد مستوى الأسعار ويمكن توضيح صيغة معادلة التبادل كما يلي: $M.V = P.Y$

تشير هذه المعادلة إلى أن كمية النقود المتداولة مضروبة في سرعة دورانها، مساوية للناتج الاسمي والذي يمثل الناتج الحقيقي مضروبا في مستوى الأسعار، حيث تشير V إلى معدل دوران الوحدات النقدية اللازمة لإتمام الصفقات المتعلقة بالدخل. (Bernard , 2008, p. 20)

تفترض هذه المعادلة استقرار تداول النقود نسبيا، فعند قيام البنك المركزي بتعديل كمية النقود المتداولة فذلك يؤدي إلى حدوث تغيرات في القيمة الاسمية للناتج (P.Y)، إنتاج السلع والخدمات في الاقتصاد محدد بشكل أساسي بواسطة عرض عوامل الانتاج، بالاضافة إلى تكنولوجيا الانتاج المتوفرة، وبما أن النقود حيادية فهي لا تؤثر على الانتاج، كما أن الاقتصاد يوجد عند مستوى التشغيل الكامل أي أن ارتفاع كمية النقود لا يؤدي إلى زيادة الانتاج وبالتالي فإنه عندما يعدل البنك المركزي عرض النقود المتداول فإن ذلك سيؤدي إلى تغير المستوى العام للأسعار ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية: $P = \Delta M.\frac{V}{T}$

بقسمة المعادلة الأولى على الثانية نحصل على المعادلة التالية: $= \frac{\Delta M}{M}\frac{\Delta P}{P}$، أي أن التغير في كمية النقود يؤدي إلى تغير نسبي في المستوى العام للأسعار. (بلقاسمي، 2014، الصفحات 09-10)

- **معادلة الأرصدة النقدية:** تعد نظرية مارشال تحولا جوهريا في التحليل النقدي، فبينما تركز نظرية كمية النقود اهتمامها في التداول النقدي (عرض النقود،) نجد نظرية الأرصدة النقدية تركز اهتمامها في التفضيل النقدي (الطلب على النقود). (بودريوة، 2021، صفحة 99)

يرى مارشال أن الأعوان الاقتصاديين يميلون للاحتفاظ بأرصدة نقدية سائلة لمقابلة ما يقومون بشرائه من سلع وخدمات، وهو ما أطلق عليه التفضيل النقدي، وبهذا يرتكز تحليل مدرسة كامبردج على العوامل التي تحدد طلب الأفراد على النقود للاحتفاظ بها على شكل أرصدة نقدية عاطلة، مثل سعر الفائدة، مقدار ثروة الفرد، وسائل تسهيلات الشراء، التوقعات في المستقبل حول أسعار الفائدة وأسعار السلع، إن من شأن هذه العوامل التأثير على قرارات الأفراد في الاحتفاظ بالنقود على شكل عاطل، إلا أن أصحاب هذه المدرسة يعتقدون أن التغيرات في هذه العوامل تكاد تكون ثابتة في الأمد القصير، وأنها تكون بنفس نسبة التغير في دخول الأفراد. (بن البار، 2017، صفحة 42)

يرى مارشال بأن مستوى الأسعار يكون مستقرا إذا ما تساوت الكمية المطلوبة من النقود مع الكمية المعروضة منها وفقا للمعادلة التالية: (بلقاسمي، 2014، صفحة 10)

$$M = K(P.Y)$$

M : كمية النقود المعروضة بنفس مفهوم فيشر / k : نسبة الدخل التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في صورة سائلة / Y : الدخل الحقيقي / P : المستوى العام للأسعار / (P.Y) : الدخل النقدي

أي : $M_d = K(P.Y)$ يمثل الطلب على الأرصدة النقدية

تمثل $\left(KY\frac{M_d}{P}\right)$ = الأرصدة الحقيقية التي يحتفظ بها الجمهور في شكل نقود، أو القيمة الشرائية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها في شكل نقدي، أي القيمة الحقيقية للطلب على النقود.، حيث إذا ارتفعت الأسعار يرفع الأفراد طلبهم على النقود بحيث تبقى قدرتهم الشرائية (القيمة الحقيقية للطلب على النقود) ثابتة، أي أن الأفراد عقلانيون وغير خاضعون للوهم النقدي.

II- 1- 4-2- النظرية الكينزية : بنى كينز نظريته في الطلب على النقود على ثلاثة من شأنها دفع الأفراد والمؤسسات للاحتفاظ بالأرصدة النقدية، تم حصر هذه الدوافع في : (شيبان، 2016، صفحة 62)

- **دافع المعاملات:** يرجع دافع المعاملات طلب النقود إلى الحاجة إلى النقود الحاضرة للمعاملات لكل من الأفراد ومنشآت الأعمال، والحاجة للنقود الحاضرة لمواجهة دافع المعاملات تنشأ أساسا لعدم التزامن بين إنفاق الأفراد والعائلات لدخولهم وبين حصولهم على هذه الدخول هذا من جهة، ومن جهة أخرى بين نفقات منشآت الأعمال وبين إيراد المبيعات. بالتالي فإن حجم الأرصدة النقدية السائلة يتوقف على حجم الدخل المستلم وأيضا على عدد مرات استلام الدخل وعلى تكرار الإنفاق، وعلى أية حال فإن مقدار طلب النقود بدافع المعاملات إنما يتوقف على الدخل.
- **دافع الاحتياط:** يحتفظ الأفراد والمؤسسات بأرصدة نقدية سائلة من أجل الاحتياط، ويعود السبب في ذلك إلى حالة عدم اليقين بالنسبة للإيرادات والنفقات المستقبلية للدخل، أي أن حجم الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد لغرض الاحتياط تعتمد على حجم الدخل.
- **دافع المضاربة:** أدخل كينز دافع آخر للاحتفاظ بالنقد وهو دافع المضاربة، حيث يقصد بالمضاربة عملية بيع وشراء الأوراق المالية من أسهم وسندات في أسواق المال بغية الحصول على الربح، فقد قسم كينز الموجودات إلى نقود وسندات فقط، والسؤال الذي يطرح نفسه هو: ما الذي يحدد احتفاظي بالنقود أو السندات لتحقيق عوائد منها؟ والجواب هو سعر الفائدة ، فالعلاقة بين سعر الفائدة وسعر السند هي علاقة عكسية، أي أن كل زيادة في معدل الفائدة سيؤدي إلى انخفاض أسعار السندات مما يؤدي إلى زيادة شرائها وبالتالي انخفاض الطلب على النقود بغرض المضاربة.

II- 1- 4-3- النظرية النقدية الحديثة : حاول المفكرون المعاصرون الجمع بين نتائج تحليل المدرسة التقليدية والكينزية للوصول إلى نتائج قريبة من الواقع وهو ما أعاد الحياة إلى النظرية التقليدية في مدرسة شيكاغو بقيادة "ميلتون فريدمان" والذي أطلق على فكرته بالنظرية الحديثة لكمية النقود.

حاول فريدمان أن يتوسط بين التحليلين الكلي والجزئي، وحاول الإجابة على السؤال التالي: لماذا يختار الأفراد حيازة النقود؟ وفي إجابته على هذا السؤال فإن فريدمان لم يحلل دوافع الطلب على النقود كما فعل كينز ولكنه حاول أن يحلل العوامل المحددة للطلب على النقد، فالطلب على النقد عند فريدمان هو احتجاز للثروة، بالتالي فإن هذا الأخير يتوقف على مجموعة من المحددات أو العوامل تمثل مجموع الثروة الكلية التي تحوزها الوحدات الاقتصادية التي تطلب النقود، حيث ترتبط هذه الثروة بالدخل الدائم باعتباره المتغير المناسب لتقدير القيم الحالية لمختلف المداخيل أو العوائد المتوقعة من الثروة. فالثروة في نظر فريدمان هي كل مصادر الحصول على الدخل، وهي ترتبط بالدخل عن طريق سعر الفائدة، كما أنها تشمل على كل عناصر الثروة المادية منها والبشرية. بالتالي فإن العلاقة بين الطلب على النقود ومستوى الثروة الكلية هي علاقة طردية.

تحليل فريدمان توصل إلى نتيجة مهمة وهي أنه عند زيادة كمية النقود لدى الأفراد فإنهم يتوجهون إلى استبدالها بأصول مالية أو مادية أقل سيولة تدر عائدا أعلى من العائد المتوقع من النقود، وبالتالي يزداد

إنفاق الأفراد عندما يقومون بتخفيض ما لديهم من أرصدة نقدية ومن ثم استنتج فريدمان بأن التغير في الإنفاق الكلي يرتبط مباشرة بالتغير في كمية النقود، وخلص أيضا إلى أن التضخم ظاهرة نقدية بحتة ناتجة عن زيادة كمية النقود بسرعة أكبر من الزيادة في حجم الإنتاج، وبالتالي فإن المسؤول عن حالة التضخم هو البنك المركزي نتيجة إفراطه في خلق النقود، كما يرى أن معدل التغير في عرض النقود بما يتناسب مع تغير سرعة دوران النقود يعد شرط أساسي لتحقيق الاستقرار في مستوى الدخل النقدي وعلى المستوى العام للأسعار، وبالتالي فلابد من الاهتمام بالسياسة النقدية نظرا لأهميتها في مكافحة التضخم من خلال مراعاة كمية النقود عند معدل يكون مرتبط بمعدل النمو الاقتصادي. (شيبان، 2016، صفحة 77)

II- 2- الإطار النظري للمؤشر العام لأسعار الأسهم :

يمكن توضيح المؤشر العام لأسعار الأسهم من خلال:

II- 2- 1- مفهوم المؤشر العام لأسعار الأسهم : إن المؤشر عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق المال ومنها سوق الاسهم، ولهذا المؤشر مزايا كثيرة أهمها : أنه يلخص أداء السوق المالي إذا كان معبرا تعبيرا صادقا عن جميع المفردات في بنائه. ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته عند البدء ليصار إلى مقارنة المؤشر بعد ذلك عند أية نقطة زمنية للتعرف على تحركات واتجاهات السوق ليصبح بعد ذلك أحد مرجعيات المستثمر المهمة عن السوق أو قطاع معين في السوق أو أسهم معينة في قطاع محدد .أي هو أحد الوسائل التي يسترشد به المستثمرون في أسواق رأس المال في توقيت قراراتهم الاستثمارية كما أنه يستخدم وعلى نحو متزايد في تقييم أداء الأسواق ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بالأداء لغيرها من الأسواق فضلا عن المعلومات التي يوفرها هذا المؤشر والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق هذا الأسواق لأهدافها. (المعموري و الزبيدي، 2011، الصفحات 138-139)

II- 2- 2- أنواع المؤشرات العامة لأسعار الأسهم : يوجد عدة معايير لتقسيم المؤشرات وهي كآلاتي : (المعموري و الزبيدي، 2011، صفحة 140)

- **أنواع المؤشرات استنادا الى عملية توزين الأسهم المكونة للمؤشر:**

- **المؤشرات ذات الاوزان المتساوية:** وهي المؤشرات التي تكون مكوناتها ذات أوزان متساوية وبالتالي فهي مبنية على فكرة قيام المستثمر باستثمار مبلغ معين أو نسبة معينة في كل سهم بغض النظر عن قيمته السوقية، تعطى الأهمية في هذا الرقم للتغير النسبي في أسعار الأسهم.

- **المؤشرات الموزونة بأسعار الأسهم المكونة لها:** وهنا يتم استثمار عدد أسهم معين من كل سهم مكون للمؤشر. هذا المؤشر يعطي للشركات التي يتم احتساب الرقم القياسي على أساسها (العينة) وزنا بناء على سعر سهمها. ويكون انحيازه للشركات ذات الاسعار العالية، فكلما زاد سعر الشركة زاد تأثيرها على تحركات الرقم القياسي. ويتم احتساب هذا المؤشر عن طريق استخدام الوسط الحسابي لأسعار الشركات المكونة لعينة الرقم القياسي.

- **المؤشرات الموزونة بالقيمة السوقية للأسهم المكونة لها:** وهنا تقوم فكرة المؤشر على استثمار مبلغ في كل سهم يعتمد على القيمة السوقية له والتي تعرف بعدد الأسهم المدرجة مضروبا بالسعر السوقي للسهم، وهذه الطريقة الأكثر شيوعا في الأسواق المالية.

- **أنواع المؤشرات من حيث الوظيفة تنقسم إلى:**

- **مؤشرات عامة:** تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول إن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة.
- **مؤشرات قطاعية:** وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر (داو جونز) للصناعة ومؤشر ستاندرد أندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.

II- 2- 3- آلية تأثير العرض النقدي على أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية :

تفسر العديد من الدراسات طريقة تأثير عرض النقود على أسعار الأوراق المالية بواسطة نموذج المحفظة المالية والسوق الكفء، الذي يقوم على أن المستثمرين يحتفظون بثروتهم على شكل أصول مالية أو أصول حقيقية (سلع معمرة) فضلا عن النقود. ففي حالة التوسع النقدي، تنخفض قيمة العملة المحلية، ووفقا لنظرية المحفظة يؤدي الانخفاض في قيمة العملة المحلية إلى قيام المستثمرين بإعادة توزيع الثروة بين الأصول، مما يؤثر على أسعار الأصول المكونة لها، وهذا ما يعرف بأثر الثروة، حيث أن الزيادة أو النقصان غير المتوقع في معدل نمو عرض النقود يؤدي إلى عدم توازن المحفظة، مما يدفع المستثمرين إلى إعادة موازنة مراكزهم المالية وفقا لتوجهاتهم الاستثمارية، وذلك بإحداث تغيرات على وضع النقود مقابل الأصول الأخرى مما ينتج عنه انتقال الآثار إلى الأسواق المالية ككل، وهذا التعديل يؤدي إلى وجود توازن جديد يتم فيه تغير مستوى أسعار الأصول المختلفة، مما يجعل لتغيير عرض النقود تأثيرات في هذه الأسواق، وبالقدر الذي يشجع أو يثبط الجمهور على شراء أو بيع الأسهم والسندات وفق الأدوات الكمية والنوعية المتبعة للتحكم في عرض النقود. يؤكد أنصار النظرية النقدية، وعلى رأسهم Friedman وSchwartz أن أفضل سياسة نقدية هي التي تتميز بإمكانية التنبؤ بنمو عرض النقود، حيث أشاروا إلى وجود علاقة طردية موجبة تربط الكمية المعروضة من النقود بمستوى النشاط الاقتصاد، فزيادة كمية النقود تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يحفز على الاستثمار، وبالتالي زيادة الإنتاج وانخفاض معدل البطالة، وينعكس ذلك في زيادة مستوى الطلب وزيادة أرباح الشركات وارتفاع أسعار الأسهم، وأوضح James Tobin الصلة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم وأثرها على نمو النشاط الحقيقي من خلال نظرية توبين Tobin's q Theory حيث افترض أن هناك علاقة إيجابية بين عرض النقود وأسعار الأسهم. (بسبع، 2019، صفحة 107)

من جهة أخرى يقر (1981) فاما بوجود علاقة سلبية بين عرض النقود وأسعار الأسهم، إذ يفترض بأن الزيادة في كمية النقود تقود إلى التضخم، وقد تزيد من سعر الخصم وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم. (النيف، 2018، صفحة 130)

III - دراسة قياسية لأثر العرض النقدي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة 2000 -2020.

III-1- التعريف بمتغيرات الدراسة :

تم الاعتماد على المتغيرات التالية لتفسير أثر العرض النقدي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر:

الجدول (01): التعريف بمتغيرات الدراسة

المتغير	التعريف بالمتغير	مصدر البيانات
GNRI (التابع)	▪ المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر.	▪ بورصة قطر.
M1 M2 (المستقل)	▪ العرض النقدي بمعناه الضيق. ▪ العرض النقدي بمعناه الواسع.	▪ مصرف قطر المركزي. ▪ البنك الدولي.

المصدر: من إعداد الباحثين

من أجل تقليص تباين السلاسل الزمنية بين المتغيرات فقد تم إدخال اللوغاريتم النيبيري على جميع متغيرات الدراسة.

III-2- نموذج الدراسة :

بعدما تعرفنا على متغيرات الدراسة وهي (LM1) و(LM2) كمتغيرات مفسرة للمتغير التابع (LGNRI) فالنموذج المقترح للتقدير كما يلي:

$$LGNRI = f(LM1, LM2)$$

$$LGNRI = \beta_0 + \beta_1 LM1 + \beta_2 LM2 + \varepsilon_i$$

III-3-اختبار استقرارية السلاسل الزمنية :

لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة وتحديد درجة تكاملها يتم استخدام اختبار ديكي فولر المعدل (Augmented Dickey-Fuller) واختبار فيليبس -بيرون (phillips and perron) وذلك لدورهما المهم في تجنب مشكلة الارتباط الزائف بين المتغيرات المستقلة والتابعة الناتجة عن عدم استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في تقدير النموذج القياسي.

III-3-1- اختبار ديكي فولر المعدل (Augmented Dickey-Fuller) :

بالاستعانة ببرنامج Eviews 12 قمنا بإجراء اختبار ADF على السلاسل الزمنية، والنتائج معروضة في الجدول أدناه (02) هي اختبارات استقرارية وسكون المتغيرات المدروسة.

الجدول (02): نتائج اختبار ADF عند مستوى معنوية 5%

	عند الفرق الأول			عند المستوى			
القرار	ثابت	ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام	ثابت	ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام	المتغيرات
I(0)	Prob (0.0087)	Prob (0.0088)	Prob (0.0010)	Prob (0.0179)	Prob (0.3294)	Prob (0.9635)	LGNRI
I(0)	Prob (0.3505)	Prob (0.0045)	Prob (0.2421)	Prob (0.0007)	Prob (0.9753)	Prob (0.9256)	LM1
I(1)	Prob (0.0005)	Prob (0.0013)	Prob (0.0000)	Prob (0.8222)	Prob (0.5868)	Prob (0.9421)	LM2

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات **EViews12**

تعبر القيم بين قوسين على القيمة الاحتمالية لكل احصائية، حيث نلاحظ من خلال النتائج ما يلي:

بعد الاختبار باستعمال برنامج EViews12 وجدنا أن السلاسل الزمنية للمؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر والعرض النقدي بمعناه الضيق لا تحتوي على جذر الوحدة في المستوى بدليل أن القيمة الاحتمالية (Prob) أقل من 5% (عند الثابت)، إذن سوف نرفض فرضية العدم (H0) القائلة بوجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية للمؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر والعرض النقدي بمعناه الضيق، ونقبل الفرضية البديلة (H1) القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية للمؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر والعرض النقدي بمعناه الضيق أي أنهما مستقران عند المستوى I(0).

وجدنا أن السلسلة الزمنية للعرض النقدي بمعناه الواسع تحتوي على جذر الوحدة في المستوى بدليل أن القيمة الاحتمالية (Prob) أكبر من 5% (عند جميع الصيغ)، إذن سوف نقبل فرضية العدم (H0) القائلة بوجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية للعرض النقدي بمعناه الواسع، ونرفض الفرضية البديلة (H1) القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلسلة الخاصة بالعرض النقدي بمعناه الواسع أي أنها غير مستقرة عند المستوى I(0). وعند أخذ مرشح الفروق من الدرجة الأولى كانت القيمة الاحتمالية (Prob) أقل من 5% (عند جميع الصيغ)، إذن سوف نرفض فرضية العدم (H0) ونقبل فرضية البديلة (H1) القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية للعرض النقدي بمعناه الواسع أي أنها مستقرة عند الفرق الأول I(1).

III-2-3- اختبار فيليبس -بيرون (phillips and perron) :

بالاستعانة ببرنامج **Eviews 12** قمنا بإجراء اختبار فيليبس -بيرون **pp** على السلاسل الزمنية، والنتائج معروضة في الجدول أدناه (03) هي اختبارات استقرارية وسكون المتغيرات المدروسة.

الجدول (03): نتائج اختبار PP عند مستوى معنوية 5%

	عند الفرق الأول			عند المستوى			
القرار	ثابت	ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام	ثابت	ثابت واتجاه عام	بدون ثابت واتجاه عام	المتغيرات
I(0)	Prob (0.0084)	Prob (0.0088)	Prob (0.0010)	Prob (0.0079)	Prob (0.3099)	Prob (0.9461)	LGNRI
I(0)	Prob (0.3505)	Prob (0.0044)	Prob (0.3335)	Prob (0.0009)	Prob (0.9782)	Prob (0.9977)	LM1
I(1)	Prob (0.0004)	Prob (0.0000)	Prob (0.0000)	Prob (0.8658)	Prob (0.5902)	Prob (0.9880)	LM2

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات **EViews12**

تعبر القيم بين قوسين على القيمة الاحتمالية لكل احصائية، حيث نلاحظ من خلال النتائج ما يلي:

بعد الاختبار باستعمال برنامج EViews12 وجدنا أن السلاسل الزمنية للمؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر والعرض النقدي بمعناه الضيق لا تحتوي على جذر الوحدة في المستوى بدليل أن القيمة الاحتمالية (Prob) أقل من 5% (عند الثابت)، إذن سوف نرفض فرضية العدم (H0) القائلة بوجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية للمؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر والعرض النقدي بمعناه الضيق، ونقبل الفرضية البديلة (H1) القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية للمؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر والعرض النقدي بمعناه الضيق أي أنهما مستقران عند المستوى I(0).

وجدنا أن السلسلة الزمنية للعرض النقدي بمعناه الواسع تحتوي على جذر الوحدة في المستوى بدليل أن القيمة الاحتمالية (Prob) أكبر من 5% (عند جميع الصيغ)، إذن سوف نقبل فرضية العدم (H0) القائلة بوجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية للعرض النقدي بمعناه الواسع، ونرفض الفرضية البديلة (H1) القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلسلة الخاصة بالعرض النقدي بمعناه الواسع أي أنها غير مستقرة عند المستوى I(0). وعند أخذ مرشح الفروق من الدرجة الأولى كانت القيمة الاحتمالية (Prob) أقل من 5%(عند جميع الصيغ)، إذن سوف نرفض فرضية العدم (H0) و نقبل فرضية البديلة (H1) القائلة بعدم وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية للعرض النقدي بمعناه الواسع أي أنها مستقرة عند الفرق الأول I(1).

بعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسةباستخدام الاختبارين، تبين أن جميع رتبها تقل عن2 عليه يمكن تطبيق نموذج ARDL في هذه الحالة (bourbonnais, 2005, p. 226).

III-4- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL :

من خلال نتائج تقدير نموذج ARDL (الملحق 01) يظهر أن معامل التحديد يساوي 0.9385 أي أن 93.85% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم ترجع إلى التغير في العرض النقدي بمعناه الضيق والواسع، كما أن قيمة اختبار فيشر المحسوبة 10.69 أكبر من نظيرتها الحرجة واحتماليتها هي 0.0023 وبالتالي فالنموذج له دلالة معنوية اجمالية.

III-4-1- اختبار فترات الابطاء المثلى للمتغيرات الداخلة في تقدير النموذج :

قبل تقدير النموذج ينبغي تحديد فترات الابطاء المثلى والتي توافق أقل قيمة لمعايير (SC، AIC,HQ,BIC) وأكبر قيمة لمعيار Log Likelihood، حيث أن نموذج ARDL شديد الحساسية بالنسبة لفترات الإبطاء، والتي يقوم برنامج EViews12 بتحديدها تلقائيا، من خلال الملحق (02) يتضح لنا أن أفضل نموذج وفقا لمعيار (AIC) هو ARDL (3.2.3)، وهذا يعني أن النموذج حدد ثلاثة فترات إبطاء للمتغير التابع (المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر)، وفترتي إبطاء للمتغير المستقل (العرض النقدي بمعناه الضيق) وثلاثة فترات إبطاء للمتغير المستقل (العرض النقدي بمعناه الواسع).

III-4-2- اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود(BOUNDES TEST) :

لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة نقارن قيمة إحصائية لفيشر **F-statistic** المحسوبة مع القيم الجدولية التي وضعها Narayan (2005) نميز هنا ثلاث حالات: (رماش و زواري، 2021، الصفحات 256-257)

- إذا كانت قيمة **F-statistic** تقع أعلى من القيمة الجدولية العليا عند مستوى معنوية محدد، ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة أي وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

- إذا كانت قيمة **F-statistic** تقع بين القيمتين العليا والدنيا فإن نتيجة الاختبار تكون غير محددة.
- إذا كانت قيمة **F-statistic** تقع في مستوى أدنى من القيمة الجدولية الدنيا عند مستوى معنوية محدد، تقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، ونتائج هذا الاختبار مبينة في الجدول التالي:

الجدول (04): اختبار الحدود للتكامل المشترك وفق منهجية ARDL

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	10.00175	10%	2.63	3.35
k	2	5%	3.1	3.87
		2.5%	3.55	4.38
		1%	4.13	5

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات EViews12

يتبين من خلال النتائج الملخصة في الجدول بأن هناك علاقة التكامل المشترك بين المتغيرين باستخدام اختبار Boundes Test لـ Pesaran، أي وجود علاقة توازنية طويلة المدى، وهذا ما حققته إحصائية فيشر المحسوبة F-statistic وهي أكبر من القيمة الحرجة للحد الأعلى عند مستوى معنوية(1%,2.5%,5%,10%)، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع (المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر) والمتغيرات المستقلة (العرض النقدي بمعناه الضيق، العرض النقدي بمعناه الواسع).

III-4-3- تقدير معلمات النموذج في المدى الطويل وفق منهجية ARDL :

نتائج التقدير موضحة في الجدول التالي:

الجدول (05): نتائج تقدير معلمات النموذج في الأجل الطويل وفق منهجية ARDL

Levels Equation				
Case 2 : Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LM1	0.210601	0.116614	1.805970	0.1139
LM2	-0.813703	0.296937	-2.740324	0.0289
C	10.35935	2.166607	4.781370	0.0020
EC = LGNRI - (0.2106*LM1 -0.8137*LM2 + 10.3594)				

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات EViews12

من خلال الجدول (05) يتضح:

- قيمة المعلمة المقدرة للحد الثابت تشير إلى أنه عندما تكون قيمة المتغيرات المفسرة (العرض النقدي بمعناه الضيق والعرض النقدي بمعناه الواسع) منعدمة فإن قيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر تكون موجبة وقيمته 10.35، وهي معنوية (عند مستوى 1%).

- أن هناك علاقة عكسية طويلة الأجل ومعنوية عند مستوى 1% بين المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر والعرض النقدي بمعناه الواسع، أي أن ارتفاع العرض النقدي بمعناه الواسع بقيمة نقطة واحدة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر بـ 0.81 نقطة، وهذه النتيجة متوافقة مع النظرية الاقتصادية (حسب نظرية FAMA). التي تقر بأن الزيادة في كمية النقود تقود إلى التضخم، وقد تزيد من سعر الخصم وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم.
- أن هناك علاقة طردية طويلة الأجل وغير معنوية عند مستوى 5% بين المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر والعرض النقدي بمعناه الضيق، أي أن ارتفاع العرض النقدي بمعناه الضيق بقيمة نقطة واحدة يؤدي إلى زيادة قيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر بـ 0.21 نقطة، وهذا ما يتوافق مع النظرية النقدية الحديثة لفريدمان وجايمس توبين حيث أشاروا إلى وجود علاقة طردية موجبة تربط الكمية المعروضة من النقود بمستوى النشاط الاقتصاد، فزيادة كمية النقود تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يحفز على الاستثمار، وبالتالي زيادة الإنتاج وانخفاض معدل البطالة، وينعكس ذلك في زيادة مستوى الطلب وزيادة أرباح الشركات وارتفاع أسعار الأسهم.

III-4-4- نموذج تصحيح الخطأ وتقدير معلمات النموذج في الأجل القصير وفق منهجية ARDL :

نتائج التقدير موضحة كالتالي:

الجدول (06): نتائج تقدير معلمات النموذج في الأجل القصير وفق منهجية ARDL

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LGNRI(-1))	0.418873	0.117956	3.551111	0.0093
D(LGNRI(-2))	0.542094	0.098753	5.489399	0.0009
D(LM1)	1.231820	0.316625	3.890468	0.0060
D(LM1(-1))	-2.717070	0.317825	-8.548953	0.0001
D(LM2)	-0.321570	0.159319	-2.018409	0.0833
D(LM2(-1))	0.699671	0.185785	3.766028	0.0070
D(LM2(-2))	0.271276	0.156706	1.731112	0.1270
CointEq(-1)*	-0.822791	0.108836	-7.559952	0.0001

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات EViews12

من خلال الجدول رقم (06) والذي يعبر عن نموذج تصحيح الخطأ (العلاقة قصيرة الأجل)، يمكننا استخلاص مايلي:

- بالنسبة لمتغير العرض النقدي بمعناه الضيق في بداية الفترة (t-0) أثر بشكل إيجابي على المؤشر العام لأسعار الأسهم وبمعنوية إحصائية عند 1%، حيث أن زيادة العرض النقدي بمعناه الضيق بـ 1% يؤدي إلى زيادة المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ 1.23%، وأثر عكسي لمتغير العرض النقدي بمعناه الضيق المبطأ لفترة واحدة (t-1) على المؤشر العام العام لأسعار الأسهم في الأجل القصير.

- بالنسبة لمتغير العرض النقدي بمعناه الواسع في بداية الفترة (t-0) أثر بشكل عكسي على المؤشر العام لأسعار الأسهم وبمعنوية إحصائية عند 10%، حيث أن زيادة العرض النقدي بمعناه الواسع بـ 1% يؤدي إلى تناقص المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ 0.32%، وأثر إيجابي لمتغير العرض النقدي بمعناه الواسع المبطأ لفترة واحدة (t-1) على المؤشر العام العام لأسعار الأسهم في الأجل القصير وبمعنوية إحصائية عند 1%، حيث أن زيادة العرض النقدي بمعناه الواسع بـ 1% يؤدي إلى زيادة المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ 0.69%، وأثر إيجابي لمتغير العرض النقدي بمعناه الواسع المبطأ بفترتين (t-2) على المؤشر العام العام لأسعار الأسهم في الأجل القصير معد عدم وجود معنوية احصائية، حيث أن زيادة العرض النقدي بمعناه الواسع بـ 1% يؤدي إلى زيادة المؤشر العام لأسعار الأسهم بـ 0.27%.
- فيما يخص معامل تصحيح الخطأ 0.8227- فهو سالب وذو ذلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، وهذا دليل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة في المدى القصير، وتوضح معلمة تصحيح الخطأ أن 82.27%من الاختلالات قصيرة الأجل في المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة قطر في الفترة الزمنية السابقة (t-1) يمكن تصحيحها خلال الفترة الحالية (t) باتجاه العلاقة طويلة الأجل عند حدوث أي تغيرات أو صدمات في المتغيرات المفسرة (العرض النقدي بمعناه الضيق، العرض النقدي بمعناه الواسع).

III-4-5- اختبارات التشخيص :

الجدول (07): نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج

اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء			
F-statistic	0.611178	**Prob. F (1,6)**	0.4641
Obs*R-squared	1.664030	**Prob. Chi-Square (1)**	0.1971
اختبار عدم ثبات التباين ARCH			
F-statistic	0.111812	**Prob. F (1,15)**	0.7427
Obs*R-squared	0.125783	**Prob. Chi-Square (1)**	0.7228
اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي			
Jarque-bera	0.6203	**Prob**	0.7333
اختبار مدى ملائمة النموذج			
T-statistic	1.685866	**Prob**	0.1428
F-statistic	2.842143	**Prob**	0.1428

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات EViews12

من خلال الجدول (07) أعلاه تشير نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذج مايلي:

- **اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:**

يشير اختبار الارتباط الذاتي بأن F-statistic قدرت بـ 0.611178 باحتمالية تساوي 0.4641 وهي قيمة أكبر من 5%. مما يجعلنا نقبل فرضية العدم أي عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

- **اختبار عدم ثبات التباين :**

يشير اختبار ARCH بأن F-statistic قدرت بـ 0.111812 باحتمالية تساوي 0.7427 وهي قيمة أكبر من 5%. الأمر الذي يجعلنا نقبل فرضية العدم H0 والتي تنص على ثبات التباين المشروط.

- **اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي :**

يشير اختبار جارك- بيرا أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي لأن الإحصائية المحسوبة أقل من القيمة الحرجة لاختبار x^2، كما أن القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 5%.

- **اختبار مدى ملائمة النموذج:**

يشير اختبار Ramsey reset إلى صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذج وذلك لأن القيمة الاحتمالية أكبر من 5%، ومنه يتم قبول فرضية العدم القائلة بعدم وجود مشكلة عدم التحديد.

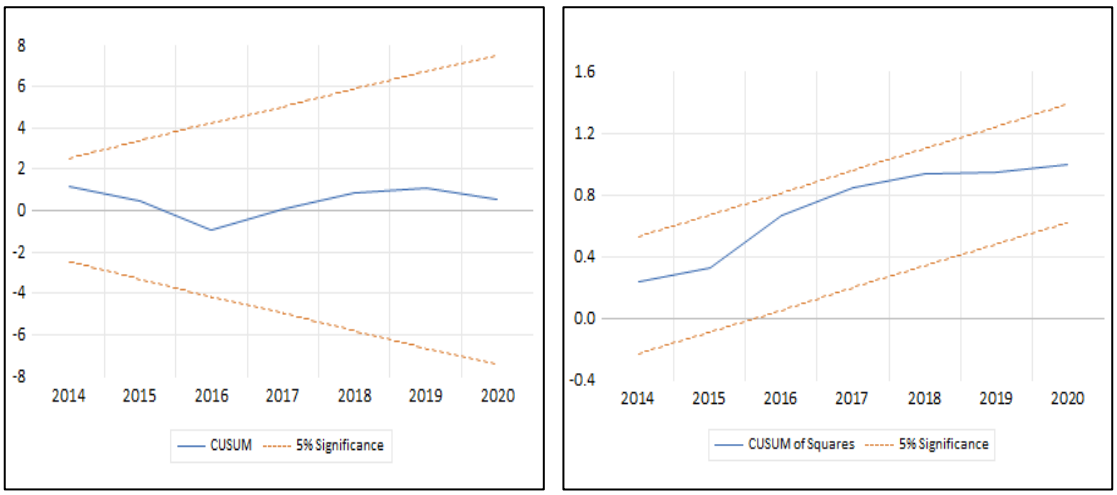
III-6-4-اختبار الاستقرار ار الهيكلي لنموذج ARDL المقدر (اختبار استقرارية النموذج) :

حسب Pesaran، فإن الخطوة التي تلي تقدير صيغة UECM لنموذج ARDL تتمثل في اختبار الاستقرار الهيكلي لمعاملات الأجلين القصير والطويل، أي خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية مع مرور الزمن، كذلك انسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، ولتحقيق هذا يتم استخدام اختبارين وهما (اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة)

من خلال الشكل (01) أدناه يمكن تثبيت التالي:

- يظهر بوضوح أن الرسم البياني للمجموع التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUM) يقع داخل إطار الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% وهو ما يدل على استقرار المعلمات قصيرة وطويلة الأجل للنموذج المقدر.
- يظهر بوضوح أن الرسم البياني للمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUM of Squares) يقع داخل إطار الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% وهو ما يدل على استقرار المعلمات قصيرة وطويلة الأجل للنموذج المقدر.

الشكل (01): اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات **EViews12**

IV- الخاتمة :

تمثل بورصة الأوراق المالية حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع، ذلك من خلال حشد المدخرات وتحويلها الى استثمارات تسهم في توفير قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني، فبورصة الأوراق المالية لا تعمل بشكل منعزل عن العالم الخارجي بل تؤثر وتتأثر به من خلال عدة متغيرات كتأثرها بالعرض النقدي. وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على أثر العرض النقدي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر خلال الفترة 2000-2020 من خلال دراسة قياسية اعتمدت على نموذج ARDL، وقد تم التوصل الى مجموعة من النتائج على ضوئها تم اقتراح مجموعة من التوصيات.

1.IV. نتائج البحث :

- أظهر اختبار ADF وPP لجذر الوحدة أن السلاسل الزمنية الخاصة بالعرض النقدي بمعناه الضيق والمؤشر العام لأسعار الأسهم مستقرة عند المستوى والسلسلة الزمنية الخاصة بالعرض النقدي بمعناه الواسع مستقرة عند الفرق الأول، أي أننا نستطيع تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL).
- وفقا لما جاء به اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى حسب معيار AIC اتضح أن أفضل نموذج يتم الاعتماد عليه هو ARDL (3.2.3) .
- أثبت اختبار التكامل المشترك وفق منهج الحدود وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المفسرة (العرض النقدي بمعناه الضيق والعرض النقدي بمعناه الواسع) والمتغير التابع (المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة قطر) ويعود سبب ذلك للتكامل بين بورصة قطر والجهاز المصرفي في تمويل النشاط الاقتصادي.
- بينت الدراسة القياسية وجود تأثير معنوي للعرض النقدي بمفهومه الواسع على المؤشر العام لبورصة قطر في المدى الطويل، ووجود علاقة سالبة معنوية بينهما في المدى الطويل، وهذا ما يتوافق مع نظرية فاما والنظرية الكينزية التي تقر بأن الزيادة في كمية النقود تقود إلى التضخم، وقد تزيد من سعر الخصم وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم. (صحة الفرضية الثانية). مع التأثير العكسي المعنوي في الأجل القصير.
- وقد بينت أيضا وجود تأثير غير معنوي للعرض النقدي بمفهومه الضيق على المؤشر العام لبورصة قطر في المدى الطويل ووجود علاقة ايجابية معنوية بينهما في المدى الطويل (رفض الفرضية الأولى)، وهذا ما يتوافق مع النظرية النقدية الحديثة لفريدمان وجايمس توبين حيث أشاروا إلى وجود علاقة طردية موجبة تربط الكمية المعروضة من النقود بمستوى النشاط الاقتصاد، فزيادة كمية النقود تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يحفز على الاستثمار، وبالتالي زيادة الإنتاج وانخفاض معدل البطالة، وينعكس ذلك في زيادة مستوى الطلب وزيادة أرباح الشركات وارتفاع أسعار الأسهم.
- حسب اختبارات دراسة جدوى النموذج اتضح أن البواقي متجانسة وتتوزع توزيعا طبيعيا، مع عدم وجود ارتباط ذاتي بينها.
- من نتائج اختبار استقرارية النموذج، تبين أن نموذج الدراسة مستقر.

2.IV. مقترحات البحث :

- مراقبة وإدارة المتغيرات الاقتصادية النقدية مثل العرض النقدي من شأنه المساعدة على ترقية وتطوير البورصات، واستقطابها لمزيد من المستثمرين الأمر الذي ينعكس بشكل إيجابي على الاقتصاد وتحقيق معدلات نمو عالية.
- على البنك المركزي القطري إعطاء إشارة كافية للبورصة عن رغبته في تغيير عرض النقود، لذا لا بد أن ينظر متخذي القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية إلى تأثير هذه القرارات على السوق المالي وأن يوازنوا بين المنافع والتأثيرات السلبية لتلك القرارات.
- توفير أكبر قدر من المعلومات الضرورية التي يفهم من خلالها أداء وكفاءة البورصة، فهي تعتبر أمر ضروري لاستقطاب وكسب ثقة المستثمرين نحو السوق.
- توفير بيانات إحصائية أكثر تفصيلا تمكن الباحثين من إجراء دراسات معمقة حول تأثير بورصة قطر للأوراق المالية ودورها. بحيث يستفاد منها في رسم السياسات المناسبة.
- توجيه جهود بحثية مستقبلية نحو تأثير عرض النقد على متغيرات اقتصادية أخرى وعينات وفترات مختلفة ومقارنتها مع الدول الأخرى نظرا لأهمية هذا المتغير.

V - الإحـــالات والمراجـــع :

المؤلفات:

- Bernard , l. (2008). *leçons de politique monétaire*. Bruxelles: De Boeck.
- bourbonnais, r. (2005). *économétrie*. PARIS: Dunod.

الأطروحات:

- أمينة بودريوة. (2021). أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية –دراسة مقارنة بين بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء المغربية– (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بومرداس، الجزائر: جامعة أمحمد بوقرة.
- أمحمد بن البار. (2017). أثر السياسة النقدية والمالية على التضخم في الجزائر خلال الفترة (1986–2014) –دراسة تحليلية قياسية–(أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، المسيلة: جامعة محمد بوضياف.
- وردة شيبان. (2016). العلاقة السببية بين كمية النقود والناتج المحلي الاجمالي في الجزائر–دراسة قياسية (1990–2011) (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، باتنة: جامعة باتنة 01.
- يوسف سعيد أحمد الأمين. (2015). العلاقة بين أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقصادية الكلية – دراسة تطبيقية على بورصة الخرطوم للأوراق المالية– (أطروحة دكتوراه). كلية الدراسات التجارية، الخرطوم: جامعة السودان العلوم والتكنولوجيا.
- لونيس إكن. (2011). السياسة النقدية و دورها في ضبط العرض النقدي في الجزائر 2000–2009 (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة بن خذة يوسف.

المقالات:

- أحلام وفاء رماش، و فرحات سليمان زواري. (2021). أثر مؤشرات الحكم الراشد على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة ((1998-2018) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL. *مجاميع المعرفة، 7*(1)، الصفحات 247-264.
- أمحمد بن البار، و علي سنوسي. (2016). أثر عرض النقود على التضخم في الجزائر خلال الفترة (1986-2014) – دراسة تحليلية قياسية-. *مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 10*(16)، الصفحات 303-316.
- أمينة بودريوة، و عبد الحكيم سعيج. (2019). أثر بعض متغيرات الاقتصاد الكلي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء المغربية. *مجلة الباحث، 19*(1)، الصفحات 313-324.
- حاتم أحمد عديلة. (2014). تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي. *مجلة رؤى استراتيجية، 2*(8)، الصفحات 8-31.
- حسان بخيت. (2019). قراءة تحليلية لتطور العرض النقدي، سعر الصرف و التضخم في الجزائر خلال الفترة 1990-2016. *مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، 15*(20)، الصفحات 217-230.
- خالد لافي النيف. (2018). العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية. *المجلة الاردنية للعلوم الاقتصادية، 5*(2)، الصفحات 127-149.
- سمية بلقاسمي. (2014). أثر التغيرات في عرض النقود على المستوى العام للأسعار دراسة حالة الجزائر. *مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، 05*(01)، الصفحات 07-32.
- عامر عمران كاظم المعموري، و سليم رشيد عبود الزبيدي. (2011). أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم -دراسة تطبيقية في سوق العراق-. *مجلة الإدارة والاقتصاد، 3*(12)، الصفحات 129-157.
- عبد القادر بسبع. (2019). أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم الإسلامية: دراسة حالة مؤشر فاينانشال تايمز الإسلامي لبورصة ماليزيا. *مجلة الباحث، 19*(1)، الصفحات 105-120.

الملاحق:

الملحق (01): نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL

Dependent Variable: LGNRI
Method: ARDL
Date: 05/19/23 Time: 15:10
Sample (adjusted): 2003 2020
Included observations: 18 after adjustments
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (3 lags, automatic): LM1 LM2
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 64
Selected Model: ARDL(3, 2, 3)
Note: final equation sample is larger than selection sample

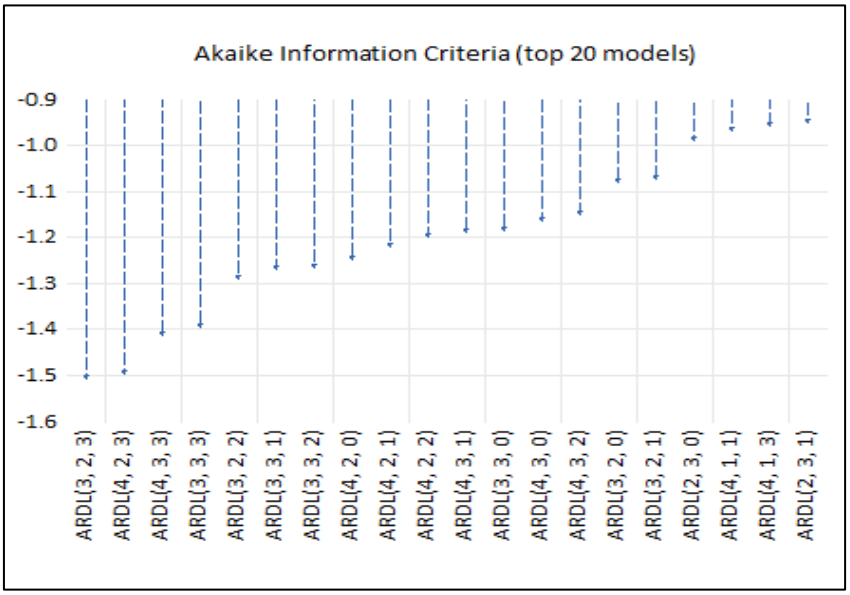
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LGNRI(-1)	0.596082	0.160273	3.719177	0.0075
LGNRI(-2)	0.123220	0.168549	0.731062	0.4885
LGNRI(-3)	-0.542094	0.139443	-3.887575	0.0060
LM1	1.231820	0.492017	2.503614	0.0408
LM1(-1)	-3.775609	0.783185	-4.820839	0.0019
LM1(-2)	2.717070	0.657135	4.134725	0.0044
LM2	-0.321570	0.255786	-1.257187	0.2490
LM2(-1)	0.351734	0.267943	1.312720	0.2307
LM2(-2)	-0.428395	0.274921	-1.558248	0.1631
LM2(-3)	-0.271276	0.234191	-1.158351	0.2847
C	8.523585	2.065025	4.127594	0.0044

R-squared	0.938579	Mean dependent var	9.068864
Adjusted R-squared	0.850835	S.D. dependent var	0.269367
S.E. of regression	0.104035	Akaike info criterion	-1.410424
Sum squared resid	0.075763	Schwarz criterion	-0.866308
Log likelihood	23.69381	Hannan-Quinn criter.	-1.335397
F-statistic	10.69678	Durbin-Watson stat	2.463290
Prob(F-statistic)	0.002375		

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: مخرجات EViews12

الملحق (02): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى حسب معيار AIC



المصدر: مخرجات EViews12

الملحق (03): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	0.611178	Prob. F(1,6)	0.4641
Obs*R-squared	1.664030	Prob. Chi-Square(1)	0.1971

المصدر: مخرجات EViews12

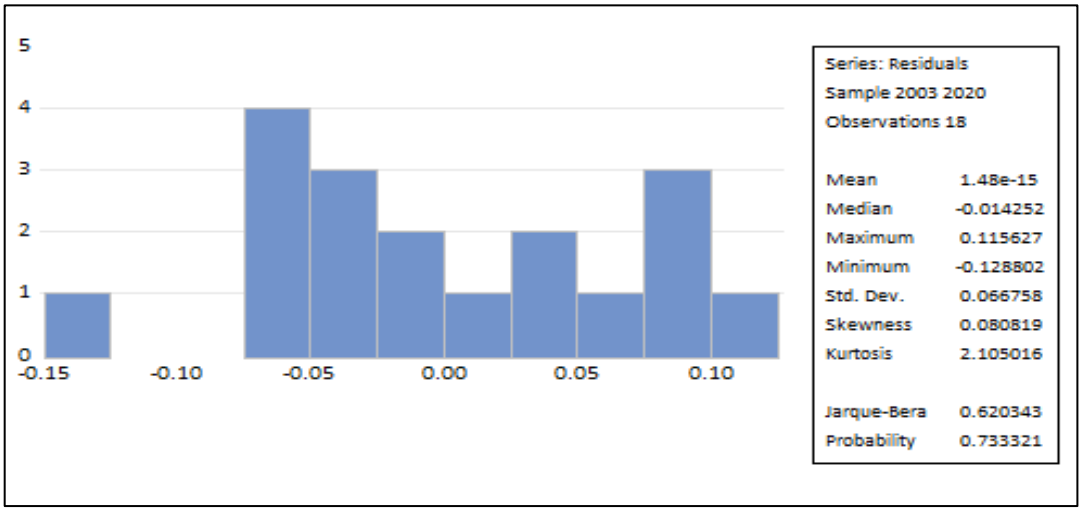
الملحق (04): نتائج اختبار عدم ثبات التباين ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.111812	Prob. F(1,15)	0.7427
Obs*R-squared	0.125783	Prob. Chi-Square(1)	0.7228

المصدر: مخرجات EViews12

الملحق (05): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: مخرجات EViews12

الملحق (05): نتائج اختبار مدى ملائمة النموذج

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: LGNRI LGNRI(-1) LGNRI(-2) LGNRI(-3) LM1 LM1(-1) LM1(-2) LM2 LM2(-1) LM2(-2) LM2(-3) C

	Value	df	Probability
t-statistic	1.685866	6	0.1428
F-statistic	2.842143	(1, 6)	0.1428
Likelihood ratio	6.979856	1	0.0082

المصدر: مخرجات EViews12